

泸州老窖 (000568)

调整、巩固，等待再次腾飞

——泸州老窖调研报告

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

我们调研了泸州老窖，公司对国窖 1573 提价后预计 2011 年将控量，老窖特曲方便不提价，推出新产品“中国品味”、年份特曲提升产品档次。目前正处于销售调整期。
投资要点：

- **行业变化：**白酒销量加速增长，销量即将突破历史最高水平，其中中低价位酒增长最快；白酒价格持续攀升，尤其高档白酒；地方白酒企业异军突起，竞争更激烈，行业向名酒企业、规模上企业集中。
- **泸州老窖远景目标：**2013 年白酒收入 130 亿元，则 2013 年白酒 Eps 应该能达到 2.8 元左右。但是在前几年的快速增长后，未来的收入需要加速增长才行，公司正进入调整、巩固期，期待公司能再次腾飞。
- **中高档产品销量增长乏力，销售需改善。**公司销量恢复期和 1573 销售爆发期已过，增长的新动力缺乏。为此公司提出两大任务：调整 1573 终端价格，推出“中国品味”；加大招商力度，推动销量上升。
- **产品策略：“高、大、强”，双品牌下丰富产品线。**做高国窖 1573，提价 90 元，2011 年控量 20%，做大更高档产品“中国品味”。放量泸州老窖特曲，预计 2010-2012 年维持价格不变，推出特曲年份酒，通过结构调整提高产品均价，做大中低档产品规模。
- **加大销售的调整：**加大人才培育，竞聘上岗；调整销售区域划分；推广“柒泉模式”，已经设立六个柒泉公司。
- **放弃华西证券增发，专注主业。**股权激励虽然会影响短期利润，但是更紧密的捆绑了公司与管理层。
- **等待公司再次出现盈利大幅增长，目前估值不高，增持。**预期公司 10、11 年 Eps 分别为 1.42、1.72 元，其中华西证券投资 EPS0.2 元，白酒 EPS 分别为 1.22、1.52 元，估值不高。在马上进入消费旺季，白酒提价预期强烈的情况下，短期公司应该能有较好表现。增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,798	4,370	4,946	5,843	6,788
(+/-)%	30%	15%	13%	18%	16%
经营利润 (EBIT)	1,678	2,154	2,608	3,130	3,716
(+/-)%	56%	28%	21%	20%	19%
净利润	1,267	1,691	2,049	2,459	2,922
(+/-)%	64%	32%	21%	20%	19%
每股净收益 (元)	0.91	1.21	1.42	1.72	2.04
每股股利 (元)	0.65	0.75	0.88	1.06	1.26

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	44.2%	49.3%	52.7%	53.6%	54.7%
净资产收益率 (%)	26.6%	28.2%	29.8%	30.5%	30.8%
投入资本回报率 (%)	96.4%	116.2%	107.3%	114.9%	120.9%
EV/EBITDA	17.9	13.9	11.5	9.6	8.1
市盈率	39.7	29.8	25.4	21.0	17.7
股息率 (%)	1.8%	2%	2%	3%	3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：41.50

上次预测：41.50

当前价格：36.90

2010.09.06

交易数据

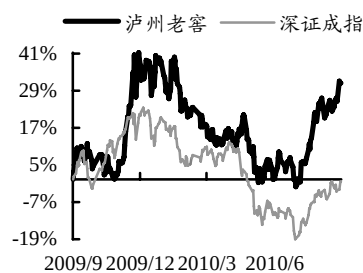
52 周内股价区间 (元)	26.30-40.39
总市值 (百万元)	50,360
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,394/715
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	7
日均成交值 (百万元)	216

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,265
每股净资产	3.06
市净率	11.8
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.38	0.49
Q2	0.23	0.26
Q3	0.29	0.33
Q4	0.30	0.34
全年	1.20	1.42

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	31%	38%
相对指数	5%	19%	33%

相关报告

- 《泸州老窖公司 2010-08-17 调研提纲》
2010.07.30
- 《未来业绩增速稳定，估值回落显投资机》
2010.04.16
- 《股权激励计划授权，保障未来业绩增长》
2010.02.11
- 《调整基本完成，有望迎来新的量价齐升》
2009.12.21
- 《销量增速下降，消费税上升幅度小于预》
2009.10.15

模型更新时间: 2010.09.06

股票研究

必需消费

食品饮料

泸州老窖 (000568)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 41.50

上次预测: 41.50

当前价格: 36.90

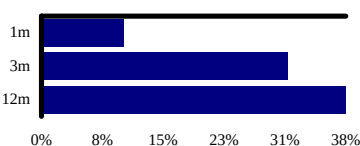
公司网址

www.lzlj.com.cn

公司简介

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司拥有我国建造最早（始建于公元 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池群，1996 年经国务院批准为全国重点文物保护单位，被誉为“中国第一窖”。公司主导产品有国窖·1573、百年泸州老窖及泸州老窖特曲等。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，被誉为“浓香鼻祖”、“酒中泰斗”。公司持有 3.5 亿股华西证券股权，持股比例达到 34.86%，为控股股东，为公司带来了新的利润增长点。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

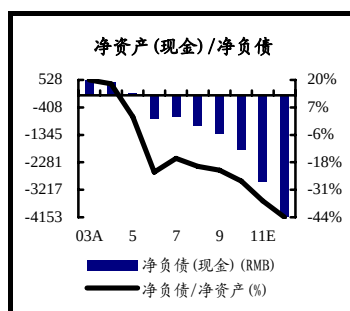
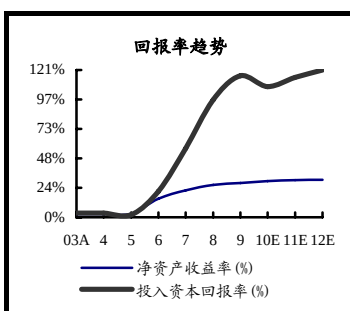
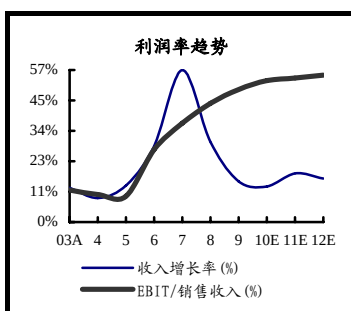
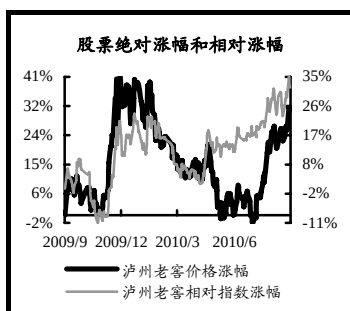
26.30-40.39

市值 (百万)

50,360

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003A	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,177	1,282	1,457	1,869	2,927	3,798	4,370	4,946	5,843	6,788
主营业务成本	555	595	674	815	1,261	1,289	1,458	1,574	1,821	2,097
税金及附加	107	99	141	150	217	263	324	391	456	523
主营业务利润	514	588	642	904	1,450	2,509	2,913	3,371	4,022	4,691
其他业务利润	9	6	10	28	0	0	0	0	0	0
营业费用	258	321	349	294	352	513	499	302	339	380
管理费用	128	144	130	141	179	227	290	425	452	445
EBIT	137	129	174	497	918	1,769	2,123	2,644	3,231	3,866
财务费用	33	34	22	11	14	2	0	-9	-14	-22
营业利润	107	97	119	494	1,063	1,676	2,155	2,618	3,144	3,738
所得税	59	58	74	159	291	387	460	578	694	824
少数股东损益	-3	-6	-2	-2	-2	1	18	66	63	75
净利润	39	39	44	334	772	1,267	1,691	2,049	2,459	2,922
资产负债表										
货币资金、短期投资	453	259	298	779	444	704	937	1,378	2,200	3,172
其他流动资产	1,202	1,177	1,427	1,652	2,061	1,828	2,067	2,576	3,028	3,542
长期投资	156	223	73	77	811	1,343	1,702	1,702	1,702	1,702
固定资产合计	641	652	656	714	941	848	866	873	875	874
无形及其他资产	195	195	196	192	234	299	308	300	293	286
资产合计	2,647	2,506	2,650	3,414	4,492	5,093	5,983	6,829	8,098	9,576
流动负债	1,000	818	1,073	1,207	1,779	1,599	1,717	1,780	2,003	2,237
长期负债	133	135	20	0	2	2	1	2	2	2
股东权益	2,647	2,506	2,650	3,414	4,492	5,093	5,999	6,866	8,073	9,476
投入资本(IC)	1,653	1,607	1,526	1,624	1,458	1,376	1,524	1,969	2,193	2,465
现金流量表										
NOPLAT	58	53	32	345	825	1,326	1,770	2,113	2,520	2,981
折旧与摊销	65	73	83	84	71	40	60	61	65	68
流动资金增量	(43)	57	86	(44)	436	53	(120)	(446)	(229)	(280)
资本支出	(102)	(84)	(89)	(138)	(341)	(11)	(86)	(60)	(60)	(60)
自由现金流	(23)	99	113	247	992	1,408	1,623	1,668	2,296	2,709
经营现金流	113	226	225	357	1,229	814	1,067	1,363	1,987	2,389
投资现金流	(112)	(173)	66	(120)	(1,256)	(67)	(115)	297	297	315
融资现金流	0	0	(171)	18	(502)	(899)	(1,043)	(1,220)	(1,462)	(1,731)
现金流净增加额	2	53	120	255	(529)	(153)	(90)	440	822	972
财务指标										
成长性										
收入增长率	12.7%	8.9%	13.6%	28.3%	56.6%	29.8%	15.1%	13.2%	18.1%	16.2%
EBIT 增长率	42.0%	-7.2%	8.4%	257.7%	113.3%	55.9%	28.4%	21.1%	20.0%	18.7%
净利润增长率	35.4%	8.5%	1.7%	628.9%	129.7%	63.7%	32.2%	21.1%	20.0%	18.8%
利润率										
毛利率	52.8%	53.6%	53.8%	56.4%	56.9%	66.1%	66.6%	68.2%	68.8%	69.1%
EBIT 率	11.9%	10.2%	9.7%	27.0%	36.8%	44.2%	49.3%	52.7%	53.6%	54.7%
净利润率	3.3%	3.0%	3.0%	17.9%	26.4%	33.4%	38.7%	41.4%	42.1%	43.1%
收益率										
净资产收益率(ROE)	2.6%	2.6%	2.9%	15.2%	22.2%	26.6%	28.2%	29.8%	30.5%	30.8%
总资产收益率(ROA)	1.5%	1.6%	1.7%	9.8%	17.2%	24.9%	28.2%	29.8%	30.5%	30.8%
投入资本回报率(ROIC)	3.5%	3.3%	2.1%	21.2%	56.6%	96.4%	116.2%	107.3%	114.9%	120.9%
运营能力										
存货周转天数	551.11	561.52	568.08	539.76	359.39	343.79	298.53	321.09	340.28	341.00
应收账款周转天数	39.81	26.20	21.53	13.78	11.62	4.73	4.63	5.78	7.24	9.59
总资产周转天数	0.44	0.51	0.55	0.55	0.65	0.75	0.73	0.72	0.72	0.71
净利润现金含量	2.89	5.79	5.12	1.07	1.59	0.64	0.63	0.67	0.81	0.82
资本支出/收入	9%	7%	6%	7%	12%	0%	2%	1%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	42.8%	38.1%	41.2%	35.4%	39.7%	31.4%	28.6%	26.0%	24.8%	23.6%
净负债率	19.94%	18.13%	2.78%	-22.93%	-16.43%	-20.15%	-21.98%	-27.10%	-36.25%	-43.83%
估值比率										
PE	775.0	777.4	689.9	90.9	65.2	39.7	29.8	25.4	21.0	17.7
PB	20.4	19.8	19.7	13.8	11.2	8.7	7.1	6.0	5.0	4.2
EV/EBITDA	149.5	151.2	136.8	52.1	26.7	17.9	13.9	11.5	9.6	8.1
P/S	25.82	23.70	20.86	16.84	10.75	13.26	11.52	10.18	8.62	7.42
股息率	0.2%	0.1%	0.1%	1.0%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%	2.9%	3.5%



目 录

1. 认识行业变化：销量上升、竞争加剧、品牌加强.....	4
2. 销售调整期，开发新的增长点.....	5
2.1. 远景目标：2013 年白酒收入 130 亿元.....	5
2.2. 上半年收入增速下降，销售费用率大幅下降.....	5
2.3. 中高档产品销量增长乏力，销售需改善.....	6
2.4. 现阶段的两大任务.....	7
2.5. 产品策略：“高、大、强”，双品牌下丰富产品线.....	7
2.6. 短期量价策略：提价维持 1573 产品形象，特曲放量不提价.....	9
2.7. 大力加大销售整顿，“柒泉模式”对报表影响大.....	10
3. 放弃华西证券增发，专注主业.....	11
4. 股权激励影响短期利润，更紧密捆绑公司与管理层.....	11
5. 业绩预测与投资评级.....	12

图 1：白酒产量最近几年大幅上升.....	4
图 2：预计 2010 年白酒产销量突破历史高点.....	4
图 3：泸州老窖收入及增长变化.....	6
图 4：泸州老窖收入及增长变化.....	6
图 5：泸州老窖高档、中低档酒收入（百万元）、毛利.....	6
图 6：泸州老窖毛利率、净利率、费用率变化.....	6
图 7：国窖 1573 销量及出厂价格（元/瓶）.....	7
图 8：老窖特曲销量及出厂价格（元/瓶）.....	7
图 9：泸州老窖产品结构示意.....	9
图 10：公司销售费用率大幅下降.....	11
图 11：前 5 大客户销售占比大幅上升.....	11

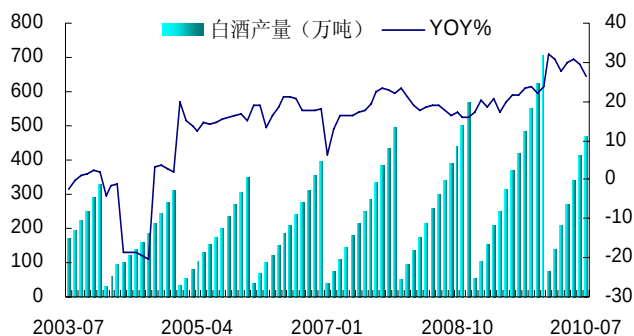
表 1：泸州老窖主要产品及定价、定位策略.....	9
表 2：泸州老窖股权激励行权条件.....	12
表 3：泸州老窖收入分析及预期.....	13

1. 认识行业变化：销量上升、竞争加剧、品牌加强

白酒行业近两年发生了很大的变化，我们与公司交流认为主要有几点：

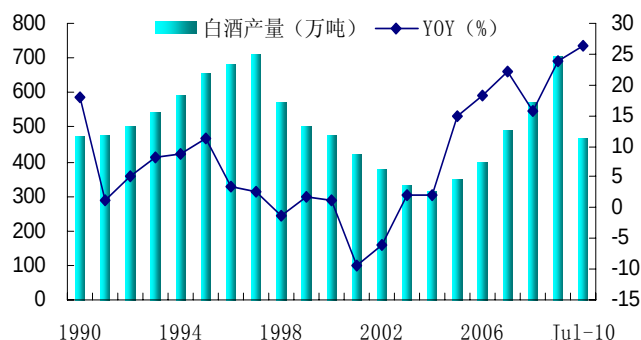
- **白酒销量加速增长，销量即将突破历史最高水平。**从中低档酒占总白酒产量销至少在 98% 以上的数据看，销量的快速增长更多的来自中低档白酒的销量增长，我们主要将其归功于两个原因：一中低收入群体的消费能力上升导致中低档白酒的消费量增加；另一方面，我们认为，统计局的统计口径也是重要原因，规模以上企业在此番销量增加中应该是主要力量，凭借一定的品牌优势大幅挤压了当地小白酒企业的市场空间，这使得规模上企业的销量增长更快，也不排除部分企业大幅上升后达到一定规模，从而进入统计局的统计口径。去年白酒销量已经达到 707 万吨的水平，以今年超过 20% 的销量增长计算，全年产销量水平将创出历史新高。
- **白酒价格持续攀升，品牌张力更强。**去年下半年至今，以贵州茅台、五粮液、国窖 1573、红花郎为代表的高档白酒零售价格持续攀升，其中价格最坚挺的贵州茅台市场零售价格已经从去年 8、9 月份的 738 元/瓶左右上升至目前的 1000 元左右。目前看中高档白酒的零售价格仍有上升的趋势，品牌更加集中。
- **地方白酒企业异军突起，竞争更加激烈。**高档白酒价格持续上涨后，200-400 元左右的市场出现了空白，地方白酒的中高档产品正好可以填补这个市场，并且提价空间也被打开；另一方面，低档产品需求档次提升，地方白酒企业的低档产品需求大幅增加，价格也有所上升。在地方白酒异军突起的情况下，全国性白酒企业，如五粮液、泸州老窖等的中低档产品面临的竞争更加激烈。
- **白酒发展向名酒企业、规模以上企业集中。**在食品安全意识以及消费水平提高的背景下，名酒企业产品更具有质量保障和品牌吸引力，在消费能力足够的前提下，名牌白酒的需求会较大的替代以往不知名的散酒销售。如泸州老窖、山西汾酒发展的白酒工业园模式就是对低档白酒的整合方式之一。
- **酒后驾车严查的影响不能忽视。**酒后驾车严查受影响的应该说主要集中在中价位产品，100 元左右受的影响应该比较大。不过目前因为行业销量的持续大涨，暂时在销量上还看不出来明显的影响。

图 1：白酒产量最近几年大幅上升



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 2：预计 2010 年白酒产销量突破历史高点



数据来源：Wind，国泰君安证券

2. 销售调整期，开发新的增长点

2.1. 远景目标：2013 年白酒收入 130 亿元

泸州老窖确立了 2013 年白酒销售收入 130 亿元（含税）的远景目标，按照此目标，公司 2010-2013 年销售收入复合增长率将达到 26%，如果白酒净利润率保持不变的话，那么 2013 年公司白酒 EPS 将达到 2.4 元，那么 2013 年白酒的股价应该可以达到 60 元左右。当然，正常情况下，净利率上升应该是可以见到的，那么在此计划下，保守估计公司白酒 EPS 将达到 2.8 左右，对应股价将达到 70 元。

但是根据公司 2010 年上半年的销量、收入增长情况，显然未来需要加速增长才能达到这一目标。公司目前正在市场进行市场整固、销售战略调整，以及产品结构调整和价格的稳固，整体上看，在前几年的快速增长后，公司正进入调整、巩固期，期待公司在产品、销售调整后能再次腾飞。

我们分析认为公司未来增长的契机可能有以下几个：

- 销售积极性提高、渠道控制能力增强带来的整体销量增加；
- 新产品符合市场需求带来新的利润增长点；
- 产品结构调整带来的均价上升，如新推出的“中国品味”、“年份老窖”等；
- 品牌增强带来的价格直接提升；
- 低档产品放量。

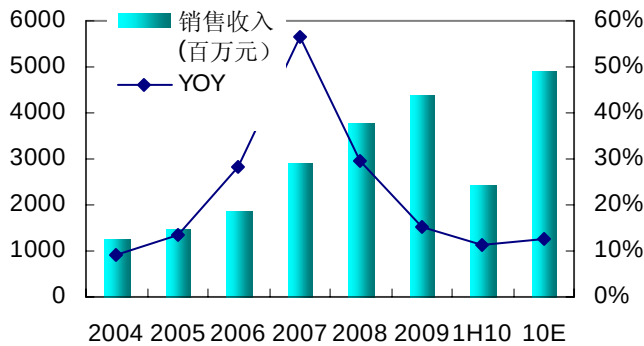
2.2. 上半年收入增速下降，销售费用率大幅下降

泸州老窖 2010 年上半年销售收入、净利润分别为 24.51 亿元和 10.43 亿元，分别同比增长 11.23%、22.38%，Eps0.75 元。

公司上半年收入增速放缓，我们认为这一方面是公司上半年的确销量增长比较慢，其中国窖 1573 销量增长在 7% 左右，老窖特曲略有增长；另一方面，柒泉模式的实施，也影响了进入报表的收入，同时也导致销售费用率的大幅下降 5.44 个百分点至 6.06%。

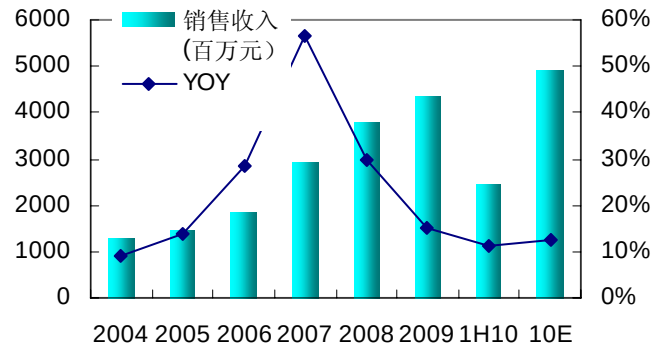
管理费用率大幅上升，但是其中有 2 至 6 月共计提期权费用 4947.82 万元，占到公司管理费用的 29%，减少上半年业绩 0.035 元/股。如果剔除此项费用的话，公司上半年管理费用仅增加 8%，费用率略降 0.2 个百分点。由于上半年期权费用只摊销了 5 个月，下半年 6 个月，因此预计下半年相比上半年管理费用率继续增加，明年之后费用下降将直接带来利润的上升。

图 3: 泸州老窖收入及增长变化



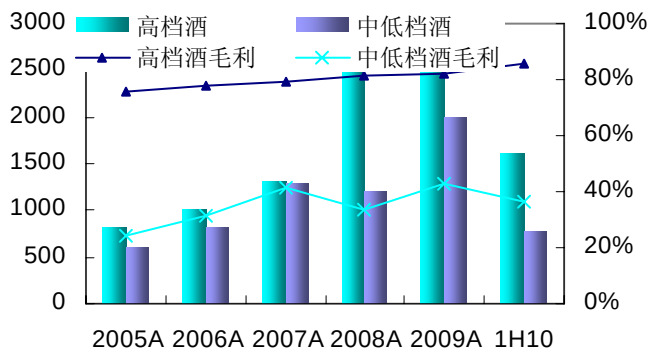
数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 4: 泸州老窖收入及增长变化

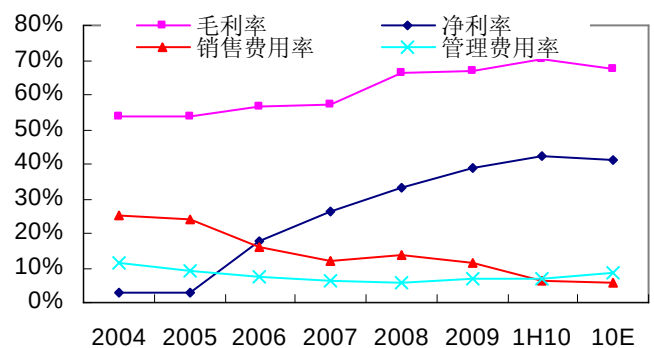


数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 5: 泸州老窖高档、中低档酒收入 (百万元)、毛利 图 6: 泸州老窖毛利率、净利率、费用率变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券



数据来源: Wind, 国泰君安证券

2.3. 中高档产品销量增长乏力，销售需改善

公司老窖特曲以上产品今年销售情况并不太理想，我们可以从两点上体会，第一是销量，上半年 1573 销量增长 7%，老窖特曲基本没有增长，当然这比去年销量下降的情况已经有所好转了。第二是价格，国窖 1573 的零售价格今年上半年增长相对比较小，8 月份前国窖 1573 的零售价格在 660-698 元之间徘徊，与贵州茅台、五粮液出现较大差距，老窖特曲与去年价格持平，维持在 198 元。比较可喜的是 8 月份，公司对国窖 1573 的零售指导价格提升 90 元后能涨至 788 元，上海零售终端价格已涨至 818 元左右。

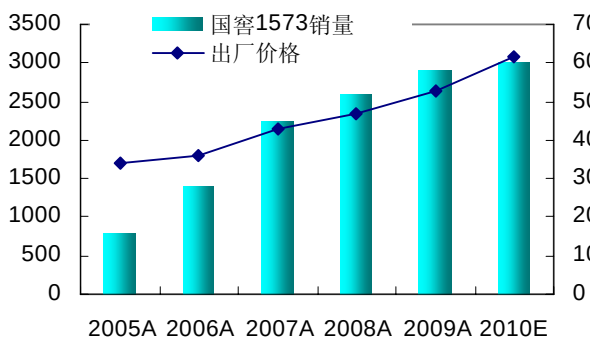
总体上看，在经历了 2005-2008 年的销量快速增长以后，公司目前的中高档产品销量增长已经乏力。我们分析原因主要是：公司销量恢复期和新产品销售的爆发期已过，内生增长的新动力缺乏。

- 行业增长的动力目前还在，但是公司的恢复性增长已经结束。行业从 2002 年的低点至今都处于快速的恢复期，预计 2010 年将突破历史高点，并预计 2011 年销量还将持续上升。公司在 97 年老窖特曲产品曾经销量突破万吨，在后来的一系列问题中销量持续下降，2004 年已经下降至 4500 吨左右，在经济恢复以及行业复苏的背景下，中高档白酒销量持续增长是有较强的动力的。2009 年公司国窖

1573 和老窖特曲的总销量已经接近万吨,应该说恢复性增长已经结束,需要新生的力量突破生产和销售的高点。

- **新产品国窖 1573 的爆发和产品的提升带来 2006-2008 年销量、收入、利润的大幅增长,但是目前动力已经较弱。**国窖 1573 从 2001 年运作至 2006 年已经积累了大量的品牌和消费群体,正好进入爆发期,销量以超过 50% 的速度增加,2007 年提出“双品牌”策略推升 2007、2008 年泸州老窖特曲的销量和价格,带给公司新的动力。但是现在这两个品种单品的销量增速超越行业增速的力量已经比较有限。根据公司的销售和定价策略,我们预计未来两年能看到国窖 1573 的高档产品推动产品销售均价上升,预计 2011、2012 年在老窖特曲放量不提价的策略下能看到老窖特曲的销量大幅增长。爆发式的增长动力还需看新产品的市场反应,预计 2011 年下半年开始,或者是 2012 年可以看到。

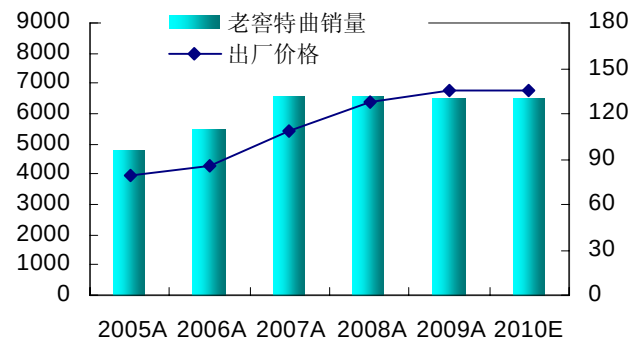
图 7: 国窖 1573 销量及出厂价格 (元/瓶)



数据来源: 国泰君安证券

注: 销量包含所有 1573 系列, 价格采用经典装 1573 出厂价

图 8: 老窖特曲销量及出厂价格 (元/瓶)



数据来源: 国泰君安证券

注: 销量为特曲系列酒所有销量, 价格为老窖特曲出厂价

2.4. 现阶段的两大任务

针对目前的销售状况和未来的产品发展定位, 公司提出了现阶段的主要任务:

- **调整 1573 终端价格, 推出“中国品味”。**这是维持公司高档白酒市场形象的需要, 也是公司未来向高端奢侈品进军的基础, 公司表示品牌形象是最重要的, 形象一旦确立, 各个方面的优势就来了。
- **加大招商力度, 推动销量上升, 更多的精力往销售转。**从 2001 年到现在 10 个年头, 公司的客户发展比较缓慢, 公司对有些客户应该进行了必要的淘汰和对经销商的优化。公司目前一线有 3 个公司领导在抓销售, 公司从外部聘请了青岛啤酒公司过来的一位领导全面负责和协助负责东北、华北、华东区域, 以及今年推出的“年份特曲”, 一位副总则负责 Vip, 华南、华中、西南、西北区域的具体营销, 再加上张良总经理。公司对销售的重视已经到了很高的程度。

2.5. 产品策略: “高、大、强”, 双品牌下丰富产品线

泸州老窖 2007 年提出双品牌策略, 推动“老窖特曲”的形象提升, 带动了公司中档产品的收入和利润增长, 但是 2009 年在老窖特曲持续

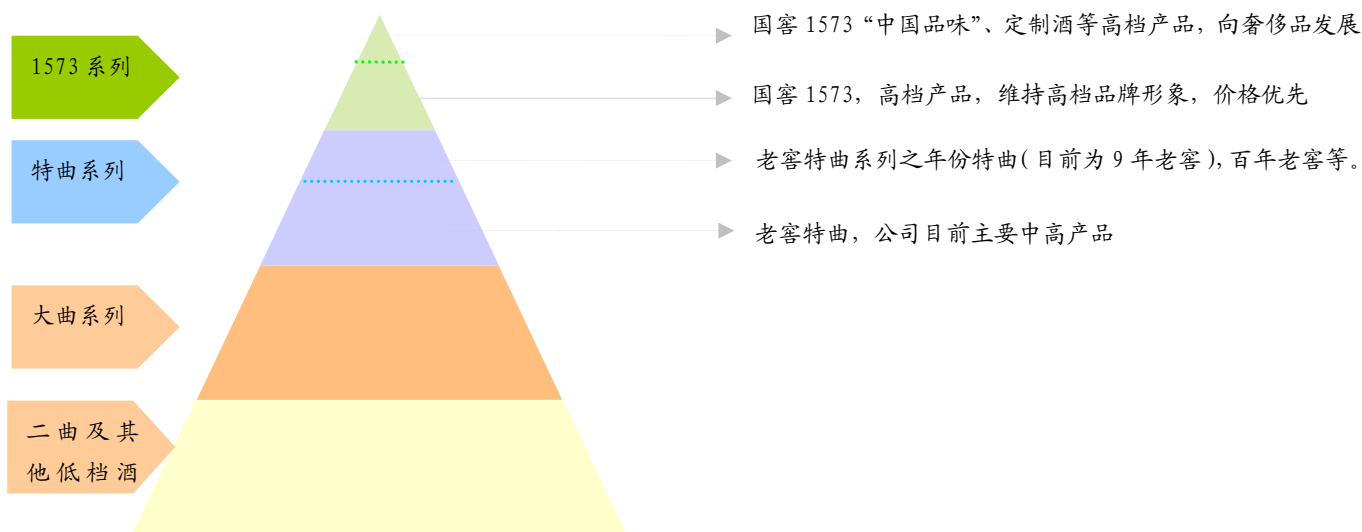
提价后，销量显然不如人意，要达到“2 万吨 200 元”的目标价，难度显然不小。

公司目前提出了新的产品目标：“高、强、大”，以国窖 1573 提升品牌形象，做强泸州老窖特曲。公司开始对现有双品牌产品开始丰富，在现有经典装“国窖 1573”的基础上推出了更高档的 1573 “中国品味”，在老窖特曲系列中推出“年份特曲”9 年陈的高档产品。

- **所谓“高”，是指国窖 1573 的品牌形象高、价格高，推出更高档的产品 1575 “中国品味”，8 月份经典装国窖 1573 零售指导价格已经提高 90 元。**公司表示要把质量控制从田里开始，内部工作是品质高，外部表现为价格高，目前的现在宣传的投入也很高。产品上，做了更高档的“中国品味”的投放，这是销量限制性产品，价格远高于目前的经典装的国窖 1573，零售价格达到 1888 元/瓶，此产品的销售推出刚刚开始，比预定计划晚了 4 个多月，公司希望将其作为未来几年利润增长的主要产品之一。
- **所谓“强”，是指泸州老窖特曲，该产品的策略今年发生了重大调整，由 09 年下半年之前的直接提价提升产品档次为主过渡扩大产品销量为主，同过结构调整提升整体价格，做强中高档产品。**泸州老窖特曲由于前几年提价太快，销量增长不理想，目前正处于市场修复阶段，公司表示 2013 底之前中华老字号特曲的包装不换，厂价不提高，但是希望增加渠道利润，也就是终端价格要做适应性的调整，达到目的就是销量的快速上升。年份老窖，作为老窖的新生力量推出，可以达到提升产品档次、提高吨酒均价的目的。
- **所谓“大”，是指做大整个公司产品规模。**浓香型的工艺决定了公司必然有大量的中低档白酒产量。公司去年中低档产品销量大幅增长，随着国内居民收入提升，尤其是村镇居民收入的上升，国内白酒中低档产品销量大幅增长，正是为快速提高公司中低档白酒的销量提供了契机。泸州白酒集中发展区的模式的成熟也为公司低档产品的销量释放提供了基础。目前公司低档产品中头曲销量大约在 10000 吨左右，二曲的销量达到 40000 吨。公司总销量已经超过五粮液，达到 10 万吨。

今年推出的“中国品味”、“年份特曲”是公司 2011-2012 年的重头戏，今、明两年应该都是培育期，对今年的销量我们不会有太高的预期，今年的投入费用也会比较大。但是明年应该会有比较好的表现，预计 2012 年将会成为公司利润增长的重要动力之一。

图 9: 泸州老窖产品结构示意



数据来源：国泰君安证券

表 1: 泸州老窖主要产品及定价、定位策略

产品	出厂价格	零售价格	销量	定位策略
定制酒、封坛酒等			限量	超高端，奢侈品，限量
国窖 1573	1573	1888	限量	超高端，奢侈品，限量，今年推出，预计 2010 年能达到几百吨销量
经典装 1573	528	799	3000 吨	主要高档产品，提价，限制销量，预计 2010 年控制出货量，预计下降 20%左右。策略：提高产品价格、维持高档品牌优于产品销量
老窖特曲		538	6000 吨	填补 1573 提价的空档，提升特曲档次和价格，2010 年 3 月份推出，预计 2012 年盈利增长较快
年份特曲（9 年）				
精品特曲、浓香经典等				中高档特曲产品，完善特曲产品系列
泸州老窖特曲（老字号包装）	135	198		中高档主要产品。06-09 年提价，2010-2013 年不提价，增加渠道利润，提高销量为主
低档产品				
头曲系列酒			10000 吨左右	
二曲系列酒			40000 吨左右	低档酒，价格略有上升，放量为主
其他			40000 吨左右	

数据来源：国泰君安证券

2.6. 短期量价策略：提价维持 1573 产品形象，特曲放量不提价

在现阶段的产品策略下，公司对各档次产品的具体策略如下：

- 国窖 1573 提价，2011 年控制经典装 1573 的销量 20%，做大更高档产品“中国品味”。公司最近也在对终端价格理顺，8 月已经对国窖 1573 的零售指导价格提高了 90 元至 788 元，未来仍将维持较高的零售价格，以维持 1573 高档产品的形象，奢侈品路线不变。公司预计 2011 年将控货，降低经典装 1573 的出货量 20%左右，由此带来的收入变化，将由公司今年 8 月份推出的更高档的 1573 “中国品味”来弥补。“中国品味”目前定价 1888 元，由于今年实际推出

的时间比预期的要晚，所以今年的销量可能会比较小，但是我们预期明年销量应该能达到 500-600 吨。

- **放量泸州老窖特曲，预计 2010-2012 年维持价格不变，推出特曲年份酒，通过结构调整提高产品均价。**老窖特曲的销售政策今年出现较大调整，虽然公司仍然在提“200 元 2 万吨”的目标，但是已经被逐渐淡化。目前看直接提价过快还是影响了特曲的销量，预计今年不会提价，公司希望特曲系列酒能有较大幅度的放量。公司今年初推出 9 年陈的特曲年份酒，零售价格 538 元。一方面公司通过推出档次较高的产品填补 1573 提价后的价格空白区；另一方面也可以达到提升特曲系列酒均价的目标。我们预期通过今年大力的运作，2011 年特曲销量应该会不错。

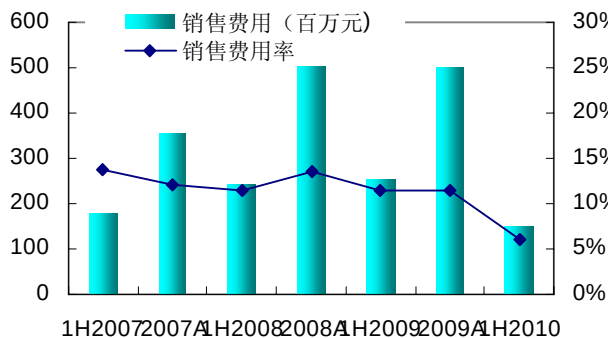
2.7. 大力加大销售整顿，“柒泉模式”对报表影响大

公司今年加大了销售的调整，主要有三个方面：

- **对人员的调整，加大人才培养，竞聘上岗和管理整顿调动销售积极性。**公司在去年招聘了一批大学生来充斥销售队伍，加大了对大学生的吸收和培育，把泸州老窖大学常态化，对员工、经销商的培训常态化。公司目前销售人员大在 400 人左右，短期不会大量的扩招销售人员，如果跟随洋河、郎酒的深度分销体制，则需要更灵活的会计制度配合，公司现在还难以做到。公司看到，在前几年的大发展后，公司的销售部门和人员被太多的赞美包围，积极性有所懈怠，出现贵族化的思想，公司希望通过竞聘上岗、调整考核机制、领导示范、改进销售方法等方面来刺激销售的积极性。公司最近在内部竞聘了 8 名省区经理，其中有一个是去年毕业的大学生，完全市场化的竞争对公司震动比较大。
- **市场的战术调整，对销售区域划分调整，寻找更适合的区域管理方式。**公司对内蒙、河南等市场配合销售管理重新划定管理区域，因为内蒙省区狭长，公司将其划为 3 个省区管理；河南也划为三个省区，因为市场规模太大，尽管今年增长速度很快，但是公司总销量仍然不到当地 1/3 的市场份额；山东是主销区之一，也分为 3 个地区，其中 2/3 市场销量很少，可以作为空白市场看待，潜力很大，对江西、广东也进行了相应的划分。
- **推广“柒泉模式”。**所谓的“柒泉模式”是指公司在达到一定销售规模的区域上以当地经销商为主体，公司片区经理参股设立的销售公司。柒泉公司将当地大经销商和公司销售人员捆绑在一起，基本能有效地阻止当地的压价销售和串货，对维护当地的市场价格有积极作用，不过，在柒泉公司所在区域之间仍然可能存在串货现象。此外，公司与柒泉公司在区域市场上分担销售费用，由柒泉公司在当地市场做出一定的投入，同时公司取消对其反酒的政策，作为补偿，公司适当的降低出厂价格。这表现在公司报表上，一是销售收入受到影响，在其他条件相同的情况下将会下降，所以这使得今年上半年公司收入增速放慢；第二，由公司支出的销售费用减少，上

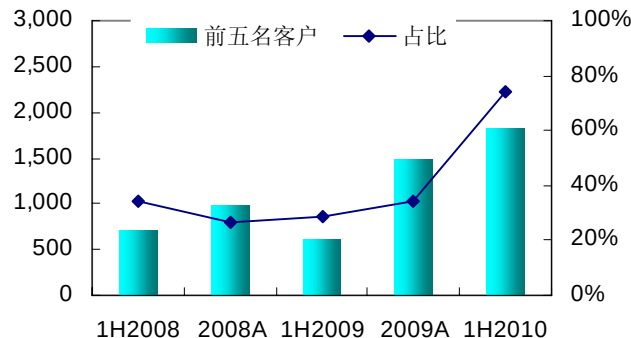
半年公司销售费用率大幅下降, 并且, 预期未来较长的一段时间内, 在此渠道模式下公司的销售费用率都会维持在较低水平; 第三, 公司前几大客户都在此六个渠道公司中, 披露的前 5 家客户的销售占比大幅上升。

图 10: 公司销售费用率大幅下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 11: 前 5 大客户销售占比大幅上升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3. 放弃华西证券增发, 专注主业

泸州老窖 2007 年通过先后 7 次收购, 以 11 亿元的成本, 获得了华西证券 34.85% 的股权, 主要目的是获得资本运作的平台, 实现金融资本与产业资本的融合。

本次华西证券拟增资扩股 40000 万股, 主要是为了能达到申请融资融券业务门槛, 扩大公司业务。如果泸州老窖股份公司按比例认购将投资 5.58 亿元, 公司拟将华西证券增资扩股认购权让渡给泸州老窖集团。如果公司放弃认购, 在华西证券增资扩股后, 公司持有华西证券的比例将由 34.86% 下降至 24.92%, 但仍为第一大股东。

公司对此表示, 放弃华西证券的增资扩股是为了集中力量发展白酒主业, 如果能以此为代价促使主业更快的发展, 我们认为也是未尝不可的。

华西证券上半年净利润 48092.51 万元, 给泸州老窖贡献 EPS0.12 元, 预计全年贡献利润 0.2 元左右, 并且预计 2011、2012 年也将维持此盈利水平, 如果本次放弃认购, 按照上半年华西证券的收益情况, 公司的投资收益每股贡献将下降至 0.086 元, 假设在华西证券盈利状况没有大变化的情况下, 华西证券年投资收益的 EPS 将下降至 0.14 元, 不过, 考虑到华西证券业务扩展后的收益增加, 我们预计放弃认购后华西证券投资的贡献可能在当年被摊薄, 此后两年内恢复至投资收益 Eps 0.2 元左右的可能性很大。

4. 股权激励影响短期利润, 更紧密捆绑公司与管理层

泸州老窖股权激励从最初 2006 年提出方案至今已经 3 年多, 根据最近几年的公司 and 市场变化情况, 股权激励条件做了些调整, 今年 1 月底通

过的股权激励主要条款如下:

股票期权总数: 1,344 万股, 占泸州老窖股本总额的 0.96%。

行权价格: 12.78 元。

股票期权的获授条件: 2011—2013 年的 3 个会计年度中, 分年度进行绩效考核, 每个会计年度考核一次, 要求(1)扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%; (2)净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值。

股票期权的行权安排: 等待期满后, 激励对象在剩余的三年内按照如下方式分批行权, 在等待期满至计划有效期结束止, 可行权数量分别为获授股票期权总额的 30%、30%、40%。在行权有效期内, 激励对象获取的股权激励收益占本期股票期权授予时薪酬总水平 (含股权激励收益) 的最高比重不得超过 40%。激励对象已行权的股票期权获得的股权激励实际收益超出上述比重的, 尚未行权的股票期权不再行使。

激励对象: 共 143 人, 其中包括董事长谢明等 11 位高级管理人员和孙跃等 132 名骨干员工。

股票期权的授予日: 2010 年 2 月 10 日。

有效期: 自股票期权授权日起 5 年时间, 即 2010 年 2 月 10 日至 2015 年 2 月 10 日。

等待期: 等待期为二年, 即 2012 年 2 月 10 日开始可以行权。

禁售期: 激励对象在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。

表 2: 泸州老窖股权激励行权条件

	预计需计提的期权费用 (万元)	可行权比例	可行权股数 (万股)	影响 EPS
2010 年	10885.21 (按授权后 11 个月摊销)			0.08
2011 年	11874.78			0.09
2012 年	7209.686	30%	403.2	0.05
2013 年	3675.526	30%	403.2	0.03
2014 年	282.7328	40%	537.6	0.00
合计	33927.94	100%	1344	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

5. 业绩预测与投资评级

公司 2010、2011 年基本销售调整期, 预计高档酒销量增长可能会比较缓慢, 不过考虑到产品升级, 吨酒价格上升, 销售毛利率、净利润预期仍然会继续上升。预期公司 2010、2011 年 Eps 分别为 1.42, 1.72 元, 其中华西证券投资收益每年贡献 EPS 在 0.2 元左右。目前看公司 2010、2011 年 PE 分别为 25、21 倍, 如果给予券商 10 倍的 PE, 那么白酒 2010、2011 年的 PE 分别为 29.5、23 倍, 并不高, 因此维持“增持”评级。如果给与 2011 年 25-26 倍的白酒 PE, 公司目标价格区间为 40.75-42.30, 因此维持目标价 41.5 元不变。

在马上进入消费旺季并且目前国内高档白酒零售价格普遍上升的情况下, 行业对白酒整体的提价预期强烈, 短期公司应该能有较好表现。

业绩预期假设:

- 公司高档白酒国窖 1573 经典装的产品销量今年略增 7%，2011 年提价和“中国品味”销量上升带动 1573 系列产品吨酒价格上升。
- 泸州老窖特曲 2010、2011 年不提价，2011、2012 年销量均大幅增长超过 10%。
- 低档酒销售收入大幅增加，年增速达到 20% 左右。
- 消费税税基不上升，税率维持不变，主营业务税金率基本持平。
- 销售费用率维持在今年中期水平，相对 2009 年大幅下降。
- 期权费用年摊销如表 2 所示。剔除此费用外，管理费用率略有下降。

表 3: 泸州老窖收入分析及预期

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量 (吨)	国窖 1573 系列酒	2,600	2,800	2,950	2,950	3,000
	YOY	16.07%	7.69%	5.36%	1.02%	0.67%
	泸州老窖系列酒	6,100	6,000	6,000	6,800	7,600
	YOY	5.17%	-1.64%	0.00%	13.33%	11.76%
吨酒价格 (万元/吨)	国窖 1573 系列酒	56.3	56.6	58.7	65.0	70.5
	YOY	6.23%	0.53%	3.71%	10.73%	8.46%
	泸州老窖系列酒	16.8	17.6	18.3	19.8	21.0
	YOY	28.24%	4.58%	4.15%	8.20%	6.06%
销售收入 (百万元)	国窖 1573 系列酒	1,464	1,585	1,732	1,937	2,115
	YOY	23.30%	8.27%	9.27%	11.86%	9.19%
	泸州老窖系列酒	1,025	1,054	1,098	1,346	1,596
	YOY	34.88%	2.87%	4.15%	22.62%	18.54%
	中低档酒	1,201	1,996	2,016	2,460	2,976
	YOY	22.53%	18.00%	1.00%	22.00%	21.00%
	合计	3,689	4,216	4,946	5,843	6,788
	YOY	26.05%	14.28%	17.29%	18.14%	16.18%

数据来源: 国泰君安证券

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		